BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report Update

January 2007

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 16 January 2007.

Overview

The global economy has continued to expand robustly. However, U.S. economic growth slowed in 2006, with the weakness concentrated in the automotive and housing sectors. This weakness does not appear to have spread to the rest of the U.S. economy and, with signs that a significant amount of the adjustment in these sectors has already taken place, U.S. economic growth is expected to pick up.

With reduced demand for Canadian exports and the need to adjust inventories, output growth in Canada decelerated more than had been expected in the October *Report*, likely averaging about 1.6 per cent in the second half of last year. The Bank judges that at the end of 2006, the Canadian economy was operating at, or just above, its production capacity.

Looking ahead, real GDP growth should average about 2 1/2 per cent in the first half of 2007, rising to about 2 3/4 per cent in the second half. In 2008, growth is projected to stay in line with the growth of potential output (estimated at 2.8 per cent), keeping the economy operating near its capacity throughout the projection period. With the weakness seen in the second half of 2006, this growth profile implies average annual growth of 2.3 per cent in 2007 and 2.8 per cent in 2008.

Total consumer price inflation will continue to be affected by movements in energy prices and, during the first half of 2007, by last year's reduction in the Goods and Services

Highlights

- The Canadian economy is judged to have been operating at, or just above, its production capacity at the end of 2006, following weaker-than-expected growth in the second half of the year.
- The Bank projects that the Canadian economy should continue to operate near its production capacity throughout 2007 and 2008.
- Total CPI inflation should average just above 1 per cent in the first half of 2007, returning to the 2 per cent target in 2008, while core inflation should return to 2 per cent in the first half of 2007 and remain there.
- Risks to the Bank's inflation projection continue to be roughly balanced but have diminished somewhat since the October *Report*.
- The current level of the policy interest rate is judged, at this time, to be consistent with achieving the inflation target.

www.bankofcanada.ca

Tax (GST). If energy prices unfold in line with current futures prices, total CPI inflation should fall to about 1 per cent in the first half of 2007, returning to the 2 per cent target early in 2008. With the economy operating near its production potential, and with slightly less upward pressure from housing prices, core inflation should return to 2 per cent in the first half of 2007 and stay there throughout the projection period.

The Bank judges that the risks to its inflation projection are roughly balanced. The main downside risk continues to be that growth in the U.S. economy could be lower than expected. The main upside risk comes from rising house prices and increased spending related to borrowing against home equity. Both these upside and downside risks have diminished somewhat since the October *Report*.

There remains a small possibility of a disorderly resolution of global imbalances, in the absence of further appropriate policy actions internationally.

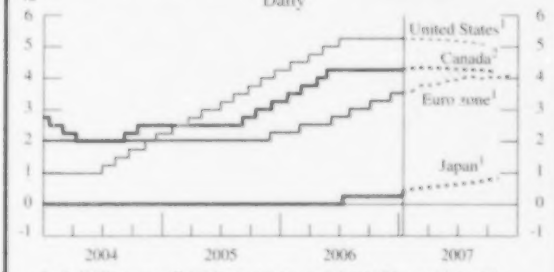
There also continues to be considerable uncertainty about Canadian trend productivity growth. Recent productivity data have been weak, and it is unclear how much of that weakness is due to cyclical factors.

The Bank of Canada left the target rate for the overnight rate unchanged at 4.25 per cent on 5 December 2006 and 16 January 2007 (Chart 1). In line with the Bank's outlook, the current level of the policy rate is judged, at this time, to be consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term.

Chart 1

Official Policy Rates and Forward Interest Rates*

Daily



* Solid lines are official interest rates, and dotted lines are forward overnight interest rates. No adjustments are made for term premiums.

1. Foreign forward overnight rates based on the implied forward rate derived from the overnight index swap market or federal funds futures for the respective country.
2. Canadian forward overnight rates based on yields on bankers' acceptances (BAs) and three-month futures for bankers' acceptances (BAX).

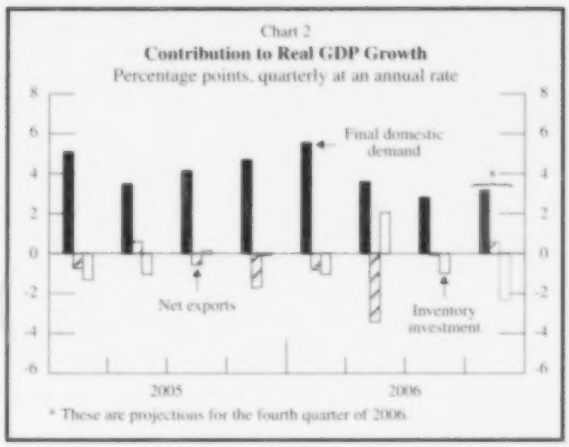
Recent Economic and Financial Developments

Global Developments

Since the October *Report*, the global economic expansion has remained robust. Economic growth in the euro area over the past few months has been slightly stronger than projected, and growth in China continues to outperform expectations. In Japan, business investment and exports remain vigorous despite relatively weak household consumption. The stronger overseas demand, particularly in business investment, along with a modest real effective depreciation of the U.S. dollar over the past year and a half, continues to support U.S. exports and is consistent with the Bank's assumption of an orderly resolution of global imbalances.

With this continuing strength in global demand, commodity prices have remained high since the October *Report*. Oil and natural gas prices have recently eased, however, owing to warmer-than-usual temperatures in North America.

After a strong start to 2006, real GDP growth in the United States moderated. This mainly reflected a substantial downturn in residential investment and reduced motor vehicle production. More broadly, the need to adjust inventory levels is also dampening manufacturing production, and business investment is somewhat less buoyant than previously expected. But adjustments in the housing and auto sectors have not led to significant spillover effects in the rest of the U.S. economy. Household consumption has remained firm, supported by steady employment gains in the services sector.



Canadian Economic Activity

With the slower growth in the U.S. economy, output growth in Canada has also decelerated. In the third quarter, real GDP grew at an annual rate of 1.7 per cent. While this was slightly less than projected in our October *Report*, the level of real GDP in the third quarter was as anticipated because of an upward revision to growth in the first quarter. Based on available information, real GDP is likely to have grown by about 1.5 per cent in the fourth quarter of 2006, weaker than the 2.8 per cent rate projected in the October *Report*.

This slowdown in growth in the second half of 2006 was largely due to reduced U.S. demand for building materials and motor vehicles—which has adversely affected Canada's exports—and to the need for Canadian businesses to adjust inventories. This inventory adjustment appears to have been related largely, but not entirely, to weaker U.S. demand for Canadian goods.

Final domestic demand remains the key contributor to growth in Canada (Chart 2). Strength in labour markets and real personal disposable income, together with increases in household net worth and household credit, has continued to support solid growth in consumer spending.

Estimated Pressures on Capacity

After reviewing all the indicators of capacity pressures, it is the Governing Council's judgment that the economy was operating at, or just above, its production capacity in the fourth quarter of 2006.

A number of indicators suggest that the economy was operating above its production capacity. In the Bank's winter *Business Outlook Survey*, the percentage of companies reporting that they would have difficulties in meeting an unanticipated increase in demand was still above average (Chart 3). The Bank's conventional measure of the output gap suggests that the economy was operating just above its production potential in the fourth quarter.[1] The employment-to-population ratio remained very high in December compared with historical experience, and the unemployment rate was at a 30-year low. The core rate of inflation has been slightly above 2 per cent in recent months.

On the other hand, the underlying trend increase in wages (based on average hourly earnings of permanent workers) has eased to a range of 2 1/2 to 3 1/2 per cent in recent months, after moving up earlier in 2006. As well, the percentage of firms reporting labour shortages in the Bank's winter survey was slightly below average.

Inflation and the 2 Per Cent Target

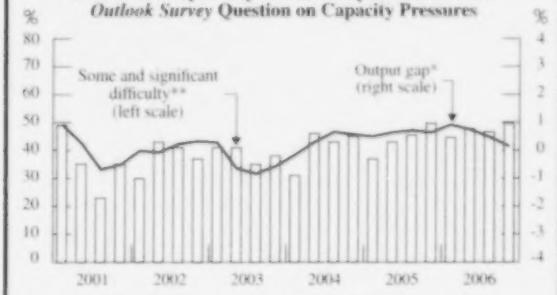
In recent months, total CPI inflation has been slightly lower than projected in the October *Report*. The 12-month rate of increase in the total CPI fell to just below 1 per cent in September and October 2006 (Chart 4).[2] This mainly reflected anticipated base-year effects associated with the hurricane-related

1. The conventional estimates of production capacity in recent years have been revised down slightly, partly because of the impact of weak observed labour productivity growth on the estimate of trend growth in labour productivity.

2. Recall that the July 2006 reduction in the GST lowers total CPI inflation by about one-half of a percentage point for a year.

Chart 3

Estimated Output Gap and the Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



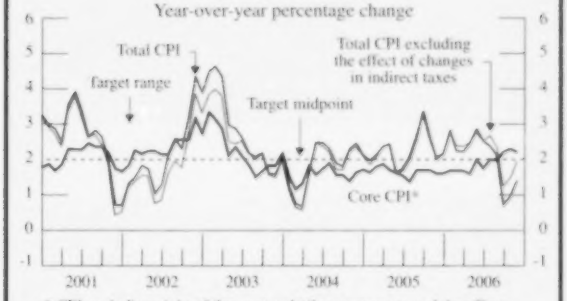
* Difference between actual output and estimated potential output based on the Bank's conventional measure. The estimate for the fourth quarter of 2006 is based on a projected rise in output of 1.5 per cent (at annual rates).

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

Chart 4

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

surge in energy prices in September of 2005, and unanticipated declines in the prices of gasoline and natural gas. Total CPI inflation moved up to 1.4 per cent in November as the base-year effects dissipated.

From September to November of 2006, the core rate of inflation averaged about 2.2 per cent, up from 2 per cent in July and August. This increase was largely because core prices for shelter and other services rose at a slightly faster rate, although more recently there are some indications of a moderation in the rate of increase in housing prices. Decreases in the prices of many import-intensive goods continued to put downward pressure on core inflation.

The four-quarter change in the chain price index for GDP eased from 3.0 per cent in the second quarter of 2006 to 1.4 per cent in the third quarter, reflecting a further reduction in Canada's terms of trade. This caused further moderation in the year-to-year increase in nominal GDP.

Financial Markets and Credit Conditions

Long-term interest rates, market volatility, and credit spreads have remained low in most countries. In addition, many equity indexes have recently recorded either multi-year or all-time highs.

Against this backdrop, financing conditions in Canada remain favourable. Financial institutions and markets continue to be willing to lend, since business profitability and overall financial health remain strong. Growth of business credit is near its historical average, and the modest decline experienced since early 2006 likely reflects a slight moderation in demand rather than a tightening in the supply of credit. The pace of growth in household credit remains well above its historical average, although it has declined somewhat since the last *Report*. This strong growth has been partly associated with borrowing against home equity. Growth rates of the narrow and broad monetary aggregates have continued to increase.

Over the past three months, the Canadian dollar has moved from a high of 89.5 cents U.S. to a low of close to 84.5 cents U.S. This reflects a number of factors, including the recent weakness in energy prices and an unwinding of support from cross-border currency flows related to mergers and acquisitions.

The Economic Outlook

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: energy prices evolving in line with current futures prices, a gradual real effective depreciation of the U.S. dollar, and a

Canada/U.S. exchange rate in the range of 84.5 to 87.5 cents U.S., evident since the December interest rate announcement.

The robust expansion of the global economy is still expected to decelerate to a more sustainable rate over 2007–08. As in the October *Report*, global economic growth is projected to ease from 5.1 per cent in 2006 to 4.7 per cent in 2007, and to 4.5 per cent in 2008.

In the base-case scenario for the U.S. economy, real GDP growth is expected to recover to the rate of growth in potential output in the second half of 2007 before moving slightly above potential growth through 2008. On an annual basis, growth is projected to be 2.5 per cent in 2007 and 3.2 per cent in 2008 (very close to the projection in the October *Report*).

Futures prices for crude oil and natural gas are lower than those in the October *Report*, with prices for crude oil moving up from current levels of about US$53 per barrel to about US$59 on average in 2007 and about US$63 in 2008. The price index for non-energy commodities is still expected to decrease modestly over the projection period from the very high levels reached towards the end of 2006.

In the Bank's base-case projection for Canada, economic growth picks up through 2007, with quarterly growth averaging about 2 1/2 per cent at annual rates in the first half of the year and about 2 3/4 per cent in the second half. Together with the weaker growth experienced in the second half of 2006, this implies annual average growth for 2007 of 2.3 per cent. For 2008, growth is projected to continue at a pace of 2.8 per cent, in line with the growth of potential output. This implies that the economy would continue to operate near its production capacity throughout the entire projection period.

Strong domestic demand in Canada continues to be a key feature of the base-case projection (Table 1).

However, Canadian export growth is expected to remain weak in the near term, recovering gradually through 2007 and 2008. At the same time, pronounced gains in investment in machinery and equipment should boost imports further. Consequently, net exports should continue to exert a considerable drag on overall growth in 2007, with this effect diminishing over the projection period.

Table 1
Contributions to Average Annual Real GDP Growth[a]
Percentage points

	2006	2007	2008
Consumption	2.2 *(2.2)*	1.7 *(1.8)*	1.7 *(1.7)*
Housing	0.2 *(0.2)*	-0.1 *(-0.1)*	-0.1 *(-0.1)*
Government	0.8 *(0.8)*	0.7 *(0.8)*	0.7 *(0.7)*
Business fixed investment	0.9 *(1.0)*	0.7 *(0.7)*	0.5 *(0.5)*
Subtotal: Final domestic demand	4.1 *(4.2)*	3.0 *(3.2)*	2.8 *(2.8)*
Exports	0.4 *(0.6)*	0.5 *(0.7)*	1.1 *(1.1)*
Imports	-1.6 *(-1.9)*	-1.3 *(-1.4)*	-1.1 *(-1.1)*
Subtotal: Net exports	-1.2 *(-1.3)*	-0.8 *(-0.7)*	0 *(0)*
Inventories	-0.2 *(-0.1)*	0.1 *(0)*	0 *(0)*
GDP	2.7 *(2.8)*	2.3 *(2.5)*	2.8 *(2.8)*

a. Figures in parentheses are from the base case presented in the October *Report*.

The inventory adjustment evident in the second half of 2006 is expected to be largely completed early in 2007 and, therefore, would no longer subtract from growth.

The projection for core inflation is little changed from that in the October *Report*. With the economy expected to remain close to its production potential and with easing housing price pressures, core inflation is expected to return to 2 per cent in the first half of 2007 and remain there throughout the projection period.

In 2007, movements in the 12-month rate of increase in the total CPI will be importantly influenced by the GST cut in July 2006 and by developments in the markets for crude oil, gasoline, and natural gas. Total CPI inflation is expected to average just above 1 per cent in the first half of 2007, before returning to the 2 per cent target by early 2008 (Table 2).

The current level of the policy rate is consistent with achieving the 2 per cent inflation target in this base-case projection.

Table 2
Summary of the Base-Case Projection[a]

	2006		2007			2008
	Q3	Q4	Q1	Q2	H2	
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates)[b]	**1.7** *(2.0)*	**1.5** *(2.8)*	**2.4** *(2.4)*	**2.6** *(2.5)*	**2.8** *(2.7)*	**2.9** *(2.8)*
Real GDP (year-over-year percentage change)	**2.5** *(2.5)*	**2.3** *(2.6)*	**1.9** *(2.3)*	**2.1** *(2.4)*	**2.5** *(2.6)*	**2.8** *(2.8)*
Core inflation (year-over-year percentage change)	**2.1** *(2.0)*	**2.2** *(2.1)*	**2.1** *(2.2)*	**2.0** *(2.2)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*
Total CPI (year-over-year percentage change)	**1.7** *(1.7)*	**1.3** *(1.5)*	**1.2** *(1.4)*	**1.0** *(1.4)*	**1.7** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*
Total CPI excluding the effect of changes in indirect taxes (year-over-year percentage change)	**2.2** *(2.2)*	**1.8** *(2.0)*	**1.7** *(1.9)*	**1.5** *(1.9)*	**1.7** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*
WTI[c] (level)	**71** *(71)*	**60** *(60)*	**56** *(63)*	**58** *(65)*	**61** *(66)*	**63** *(67)*

a. Figures in parentheses are from the October *Monetary Policy Report*.
b. For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.
c. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 12 January 2007.

The *Monetary Policy Report* and the *Update* are available on the Bank's website at: www.bankofcanada.ca

Copies can also be obtained by contacting the Bank at:
Telephone: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire
Mise à jour

Janvier 2007

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 16 janvier 2007.

Vue d'ensemble

L'économie mondiale continue de connaître un essor robuste. La croissance a toutefois ralenti aux États-Unis en 2006, la faiblesse de l'activité ayant été concentrée dans les secteurs de l'automobile et du logement. Cette atonie ne semble pas s'être propagée au reste de l'économie américaine, et, comme des signes montrent que l'ajustement en cours dans ces secteurs a déjà été opéré en grande partie, on s'attend à une accélération du rythme d'expansion dans ce pays.

En raison de la baisse de la demande d'exportations canadiennes et de la nécessité d'ajuster les stocks, la croissance de la production au pays a ralenti plus fortement qu'on ne l'avait anticipé dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, et a avoisiné probablement 1,6 % en moyenne au second semestre de l'an dernier. La Banque estime qu'à la fin de 2006, l'économie canadienne fonctionnait à un niveau équivalent ou tout juste supérieur à sa capacité de production.

Le taux d'augmentation du PIB réel devrait se situer en moyenne à environ 2 1/2 % au premier semestre de 2007, puis s'élever à approximativement 2 3/4 % au semestre suivant. En 2008, le rythme d'expansion devrait demeurer conforme à celui de la production potentielle (estimé à 2,8 %), de sorte que l'économie continuera de tourner près de son plein potentiel durant toute la période considérée. Compte tenu de la faiblesse de

Faits saillants

- On estime que l'économie canadienne tournait à un niveau équivalent ou tout juste supérieur à sa capacité de production à la fin de 2006, après avoir enregistré une croissance plus faible que prévu au second semestre de l'année.
- La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne continue de fonctionner près de son plein potentiel tout au long de 2007 et de 2008.
- L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 1 % au premier semestre de 2007, puis retourner à la cible de 2 % en 2008, alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à 2 % dans la première moitié de 2007 et y rester.
- Les risques qui pèsent sur la projection de la Banque en matière d'inflation demeurent relativement équilibrés, mais ont diminué quelque peu depuis la parution du *Rapport* d'octobre.
- La Banque juge, à l'heure actuelle, que son taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation.

www.banqueducanada.ca

l'activité observée au second semestre de 2006, ce profil d'évolution implique que l'économie croîtra à un taux annuel moyen de 2,3 % en 2007 et de 2,8 % en 2008.

La trajectoire de l'inflation mesurée par l'IPC global restera influencée par les mouvements des cours de l'énergie et, pendant la première moitié de 2007, par l'effet de la réduction de la taxe sur les produits et services (TPS) entrée en vigueur l'an passé. Si les prix de l'énergie connaissent une évolution conforme aux cours actuels des contrats à terme, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait descendre à 1 % environ au premier semestre de 2007, puis remonter à la cible de 2 % au début de 2008. Étant donné que l'économie fonctionne près de son plein potentiel et que les pressions à la hausse exercées par les prix des logements sont un peu moins intenses, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait retourner à 2 % dans la première moitié de 2007 et s'y maintenir tout au long de la période de projection.

La Banque juge que les risques qui entourent sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés. Le plus important risque à la baisse tient toujours au fait que le rythme d'expansion de l'économie américaine pourrait être plus faible que prévu. Le principal risque à la hausse est lié à la progression des prix des logements et à l'augmentation des dépenses financées au moyen de prêts garantis par la valeur nette des propriétés. Ces risques, tant à la hausse qu'à la baisse, ont toutefois diminué quelque peu depuis la parution du *Rapport* d'octobre.

Il subsiste une mince possibilité que la résorption des déséquilibres mondiaux devienne désordonnée, en l'absence de nouvelles mesures de politique appropriées à l'échelle internationale.

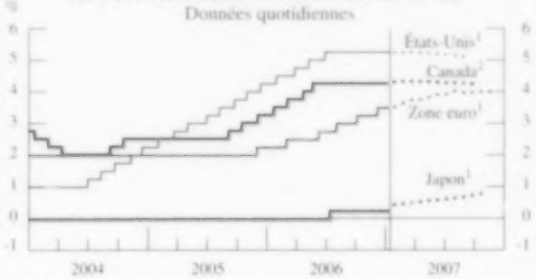
De plus, une incertitude considérable entoure encore le taux d'accroissement tendanciel de la productivité au Canada. Les chiffres récents de la productivité sont faibles, et on ne sait pas au juste dans quelle mesure ce résultat est attribuable à des facteurs cycliques.

La Banque a laissé le taux cible du financement à un jour inchangé à 4,25 % le 5 décembre 2006 et le 16 janvier 2007 (Graphique 1). À la lumière des perspectives qu'elle entrevoit, la Banque juge, à l'heure actuelle, que son taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

Graphique 1

Taux directeurs officiels et taux d'intérêt à terme*

Données quotidiennes



* Les traits pleins représentent les taux d'intérêt officiels, et les pointillés les taux d'intérêt à terme implicites sur le marché des fonds à un jour. Aucune correction n'a été apportée en vue de tenir compte des primes de terme.

1. Les taux à terme à l'étranger sont fondés sur un taux implicite établi à partir des chiffres du marché des swaps indexés sur le taux à un jour ou des contrats à terme sur fonds fédéraux, selon le pays ou bloc de pays considéré.
2. Les taux à terme canadiens sont basés sur le rendement des acceptations bancaires (BA) et des contrats à terme sur acceptations bancaires de trois mois (BAX).

L'évolution économique et financière récente

La conjoncture internationale

La croissance de l'économie mondiale est restée robuste depuis la publication du *Rapport* d'octobre. L'expansion économique dans la zone euro au cours des derniers mois a été un peu plus forte que prévu, et l'essor de l'activité continue de dépasser les attentes en Chine. Au Japon, les investissements des entreprises et les exportations demeurent vigoureux, mais les dépenses de consommation des ménages sont relativement faibles. Le raffermissement de la demande dans les pays d'outre-mer, en particulier au titre des investissements des entreprises, ainsi que la modeste dépréciation qu'a connue le dollar américain (en termes effectifs réels) au cours de la dernière année et demie soutiennent encore les exportations des États-Unis. Cette évolution est conforme aux projections de la Banque, qui supposent que les déséquilibres mondiaux se résorberont de façon ordonnée.

À la faveur du dynamisme persistant de la demande mondiale, les prix des produits de base sont restés élevés depuis la parution du

Rapport d'octobre. Les cours du pétrole et du gaz naturel se sont toutefois repliés dernièrement, en raison du temps inhabituellement doux que connaît l'Amérique du Nord.

Après s'être inscrit en forte hausse au début de 2006, le rythme de croissance du PIB réel américain s'est modéré. Cette décélération a résulté surtout d'un recul marqué des investissements dans le secteur résidentiel et de la réduction de la production de véhicules automobiles. De façon plus générale, la nécessité d'ajuster les stocks restreint aussi la production manufacturière, et les investissements des entreprises sont un peu moins robustes qu'on ne l'avait d'abord escompté. Cependant, les ajustements qui s'opèrent dans les secteurs du logement et de l'automobile n'ont pas eu de retombées importantes sur le reste de l'économie américaine. Les dépenses des ménages sont demeurées vigoureuses, soutenues par la progression constante de l'emploi dans le secteur des services.

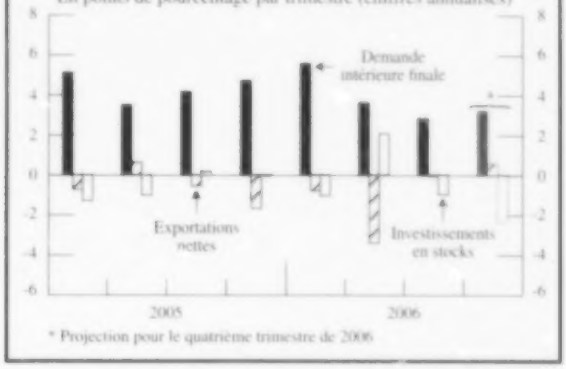
L'activité économique au Canada

La croissance de la production s'est affaiblie au Canada, dans la foulée du ralentissement de l'économie américaine. Le PIB réel a crû à un taux annualisé de 1,7 % au troisième trimestre. Bien que ce résultat soit légèrement inférieur à celui projeté dans le *Rapport* d'octobre, le niveau du PIB réel pour ce trimestre a été conforme aux prévisions, du fait d'une révision à la hausse des chiffres de la croissance au premier trimestre. D'après les données disponibles, la progression du PIB réel au quatrième trimestre de 2006 s'est probablement établie à quelque 1,5 %, comparativement au taux de 2,8 % anticipé en octobre.

Ce fléchissement du rythme d'expansion au second semestre de 2006 était attribuable principalement au tassement de la demande américaine de matériaux de construction et de véhicules automobiles, qui a eu une incidence négative sur les exportations du Canada, et à la nécessité pour les entreprises du pays d'ajuster leurs stocks. Cet ajustement semble avoir été lié en bonne partie, mais pas entièrement, à la diminution de la demande de biens canadiens aux États-Unis.

La demande intérieure finale reste le principal moteur de la croissance du PIB au Canada (Graphique 2). La vigueur du marché du travail et les gains au chapitre du revenu disponible réel des particuliers, conjugués à la hausse de l'avoir net des ménages et des crédits aux ménages, ont continué de favoriser un vif essor des dépenses de consommation.

Graphique 2
Contribution à la croissance du PIB réel
En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)



* Projection pour le quatrième trimestre de 2006

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

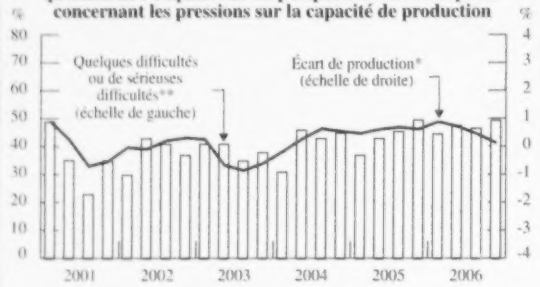
Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournait à un niveau équivalent ou tout juste supérieur à celui de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2006.

Un certain nombre d'indicateurs donnent à penser que l'économie fonctionnait au-dessus de sa capacité de production. Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver, la proportion des firmes ayant signalé qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande était toujours au-dessus de la moyenne (Graphique 3). La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production indique que l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au quatrième trimestre[1]. En décembre, le ratio de l'emploi à la population s'est maintenu à un très haut niveau par rapport à ce qu'il a été dans le passé, et le taux de chômage était à son plus bas niveau en 30 ans. L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie un peu au-dessus de 2 % au cours des derniers mois.

1. Le taux d'augmentation de la capacité de production des dernières années, estimé au moyen de la mesure dont se sert habituellement la Banque, a été revu légèrement à la baisse, en partie à cause de l'incidence de la faible progression observée de la productivité du travail sur le taux de croissance tendanciel estimé de la productivité du travail.

Graphique 3

Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production



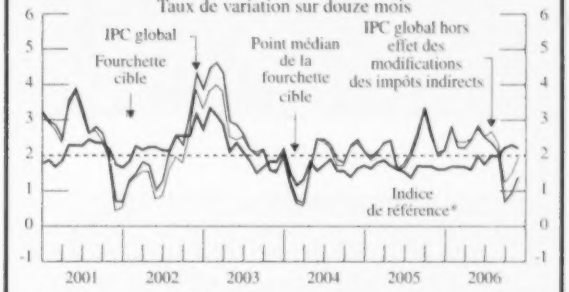
* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure usuelle de la Banque. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2006 se fonde sur une croissance prévue de la production de 1,5 % (en rythme annuel).

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

Graphique 4

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Par contre, le taux d'augmentation sous-jacent des salaires (calculé à partir des gains horaires moyens des employés permanents), qui s'était accru plus tôt en 2006, s'est replié pour se situer dans une fourchette de 2 1/2 à 3 1/2 % durant les derniers mois. En outre, le pourcentage de firmes qui font état de pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête menée cet hiver par la Banque, était légèrement inférieur à la moyenne.

L'inflation et la cible de 2 %

Ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global a été un peu moins élevée qu'on ne l'entrevoyait dans le *Rapport* d'octobre. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est descendu tout juste au-dessous de 1 % en septembre et en octobre 2006 (Graphique 4)[2], en raison principalement, comme on s'y attendait, de la montée temporaire des cours de l'énergie enregistrée en septembre 2005 à la suite du passage d'ouragans, ainsi que du repli inattendu des prix de l'essence et du gaz naturel. L'inflation mesurée par l'IPC global est remontée à 1,4 % en novembre, lorsque l'effet de la montée temporaire des cours de l'énergie a disparu.

De septembre à novembre 2006, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est chiffrée en moyenne à environ 2,2 %, comparativement à 2 % en juillet et en août. Cette augmentation a été imputable en grande partie à la légère accélération du rythme de progression des coûts du logement et des autres services inclus dans l'indice de référence, quoique certains signes plus récents font état d'une modération de l'accroissement du prix des habitations. Les diminutions des prix de nombreux biens à forte teneur en importations ont continué d'exercer une pression à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Le taux de variation sur quatre trimestres de l'indice des prix en chaîne du PIB est passé de 3,0 % au deuxième trimestre de 2006 à 1,4 % au trimestre suivant, ce qui reflète une réduction supplémentaire des termes de l'échange du Canada. Par conséquent, la progression du PIB nominal en glissement annuel s'est ralentie davantage.

Les marchés financiers et les conditions du crédit

Les taux d'intérêt à long terme, la volatilité des marchés et les écarts de rendement sont demeurés faibles dans la plupart des pays. De plus, un grand nombre d'indices boursiers ont récemment enregistré leurs plus hauts niveaux depuis des années, voire des sommets jamais atteints auparavant.

Dans ces circonstances, les conditions de financement continuent d'être favorables au Canada. Les institutions et les marchés financiers sont toujours disposés à prêter aux entreprises, ces dernières bénéficiant encore d'une forte rentabilité et de bilans solides dans leur ensemble. Le taux de croissance du crédit qui leur est consenti se situe près de sa moyenne historique, et le modeste recul

2. La réduction de la TPS entrée en vigueur en juillet 2006 a pour effet de retrancher environ un demi-point de pourcentage au taux d'augmentation de l'IPC global pendant un an.

observé depuis le début de 2006 tient vraisemblablement à un léger ralentissement de la demande plutôt qu'à un resserrement de l'offre de crédit. Le rythme de progression du crédit aux ménages se maintient bien au-dessus de sa moyenne historique, bien qu'il ait décéléré quelque peu depuis la parution du dernier rapport. Cet essor est dû en partie à l'octroi de prêts garantis par la valeur nette des propriétés. L'expansion des agrégats monétaires au sens étroit et au sens large a continué de s'accélérer.

Durant les trois derniers mois, le cours du dollar canadien est passé d'un sommet de 89,5 cents É.-U. à un creux de près de 84,5 cents É.-U. Au nombre des causes de ce repli, mentionnons la faiblesse récente des prix de l'énergie ainsi que le tarissement des flux de devises transfrontières découlant des fusions et acquisitions.

Les perspectives économiques

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme, une dépréciation graduelle du dollar américain en termes effectifs réels, ainsi que le maintien du cours du dollar canadien, par rapport au billet vert, dans la fourchette de 84,5 à 87,5 cents É.-U. observée depuis l'annonce de décembre du taux directeur.

On s'attend encore à ce que le vif essor de l'économie mondiale s'atténue et à ce que celle-ci progresse à une cadence plus soutenable en 2007 et 2008. Comme dans le *Rapport* d'octobre, la Banque prévoit que le taux d'expansion à l'échelle du globe passera de 5,1 % en 2006 à 4,7 % en 2007, puis à 4,5 % en 2008.

Le scénario de référence concernant l'économie américaine prévoit que le rythme d'augmentation du PIB réel remontera à celui de la production potentielle au second semestre de 2007, puis le dépassera quelque peu en 2008. Le taux d'expansion annuel devrait s'établir à 2,5 % en 2007 et à 3,2 % en 2008 (des chiffres très proches de ceux projetés dans la livraison d'octobre du *Rapport*).

Les cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel sont inférieurs à ceux envisagés en octobre. Selon les contrats à terme, le prix du baril de pétrole brut, actuellement d'environ 53 dollars É.-U., monterait à approximativement 59 dollars É.-U. en moyenne en 2007, puis aux alentours de 63 dollars É.-U. en 2008. On entrevoit encore que l'indice des prix des produits de base non énergétiques se repliera légèrement, pendant la période considérée, par rapport aux très hauts niveaux observés vers la fin de 2006.

Dans son scénario de référence pour le Canada, la Banque prévoit que l'activité économique s'accélérera au cours de 2007 et que le taux de croissance trimestriel annualisé avoisinera en moyenne 2 1/2 % au premier semestre et 2 3/4 % au second semestre. Combinées au ralentissement de l'expansion enregistré dans les six derniers mois de 2006, ces projections impliquent que l'économie progressera à un taux annuel moyen de 2,3 % en 2007. En 2008, la croissance devrait atteindre 2,8 %, soit un rythme conforme à celui de la production potentielle. Ce scénario permet de penser que l'économie continuera de tourner près de son plein potentiel tout au long de la période de projection.

Tableau 1
Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel[a]
En points de pourcentage

	2006	2007	2008
Consommation	2,2 *(2,2)*	1,7 *(1,8)*	1,7 *(1,7)*
Logement	0,2 *(0,2)*	-0,1 *(-0,1)*	-0,1 *(-0,1)*
Administrations publiques	0,8 *(0,8)*	0,7 *(0,8)*	0,7 *(0,7)*
Investissements fixes des entreprises	0,9 *(1,0)*	0,7 *(0,7)*	0,5 *(0,5)*
Total partiel : demande intérieure finale	4,1 *(4,2)*	3,0 *(3,2)*	2,8 *(2,8)*
Exportations	0,4 *(0,6)*	0,5 *(0,7)*	1,1 *(1,1)*
Importations	-1,6 *(-1,9)*	-1,3 *(-1,4)*	-1,1 *(-1,1)*
Total partiel : exportations nettes	-1,2 *(-1,3)*	-0,8 *(-0,7)*	0 *(0)*
Stocks	-0,2 *(-0,1)*	0,1 *(0)*	0 *(0)*
PIB	2,7 *(2,8)*	2,3 *(2,5)*	2,8 *(2,8)*

a. Les chiffres entre parenthèses proviennent du scénario de référence présenté dans le *Rapport* d'octobre.

La vigueur de la demande intérieure au Canada continue de caractériser le scénario de référence (Tableau 1).

On estime toutefois que la progression des exportations canadiennes restera faible à court terme, pour s'accélérer graduellement en 2007 et 2008. Parallèlement, des gains notables prévus au chapitre des investissements en machines et en matériel devraient encore contribuer à dynamiser les importations. Par conséquent, on s'attend à ce que les exportations nettes brident encore considérablement la croissance globale en 2007 et à ce que cet effet diminue au cours de la période de projection.

Le processus d'ajustement des stocks qui était manifeste au second semestre de 2006 devrait être en grande partie terminé au début de 2007, si bien qu'il ne freinerait plus l'expansion de l'économie.

Les projections relatives à l'inflation mesurée par l'indice de référence ont peu changé depuis la parution du *Rapport* d'octobre. Comme on s'attend à ce que l'économie continue de tourner près de son plein potentiel et à ce que les pressions exercées par les prix des logements s'atténuent, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à 2 % au premier semestre de 2007 et se maintenir à ce niveau tout au long de la période considérée.

La diminution de la TPS entrée en vigueur en juillet 2006 ainsi que le comportement des marchés du pétrole brut, de l'essence et du gaz naturel auront une incidence importante sur l'évolution du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global en 2007. L'inflation mesurée par cet indice devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 1 % au premier semestre de 2007, puis remonter à la cible de 2 % au début de 2008 (Tableau 2).

Dans ce scénario de référence, le niveau actuel du taux directeur est compatible avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

Tableau 2
Résumé des projections[a]

	2006		2007			2008
	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	2e sem.	
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)[b]	**1,7** *(2,0)*	**1,5** *(2,8)*	**2,4** *(2,4)*	**2,6** *(2,5)*	**2,8** *(2,7)*	**2,9** *(2,8)*
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	**2,5** *(2,5)*	**2,3** *(2,6)*	**1,9** *(2,3)*	**2,1** *(2,4)*	**2,5** *(2,6)*	**2,8** *(2,8)*
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	**2,1** *(2,0)*	**2,2** *(2,1)*	**2,1** *(2,2)*	**2,0** *(2,2)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	**1,7** *(1,7)*	**1,3** *(1,5)*	**1,2** *(1,4)*	**1,0** *(1,4)*	**1,7** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	**2,2** *(2,2)*	**1,8** *(2,0)*	**1,7** *(1,9)*	**1,5** *(1,9)*	**1,7** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*
WTI[c] (niveau)	**71** *(71)*	**60** *(60)*	**56** *(63)*	**58** *(65)*	**61** *(66)*	**63** *(67)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en octobre.
b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
c. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 janvier 2007.

Le *Rapport sur la politique monétaire* et la *Mise à jour* sont publiés dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous.
Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.